华新水泥（600801.SH）

水泥价格回升，推动盈利继续改善

剔除拉法基并表影响，预计上半年销量略有增长：拉法基西南水泥资产并表，西南地区产能占比提升至 36%，同时公司今年销量表观大幅增长，剔除并表效应，上半年整体实际销售亦略有增长。

云南、西藏地区是上半年盈利最大亮点：结合公司收购公告统计，收购拉法基水泥资产后，目前云南水泥产能规模接近 1850 万吨，仅次于湖北，成为最重要的省外市场；受基建、扶贫拉动，今年需求增长较快，水泥价格上半年稳定在 350 元/吨的高位，且云南工厂管理情况较好，期间费用较低，加上拉法基云南工厂过去几年亏损，所得税还可以抵扣，整体来看，云南地区上半年盈利情况十分突出。此外西藏地区公司布局有 3 条熟料产线，其市场封闭，水泥价格一直维持在高位，去年提涨后价格超过 700 元/吨，受益供需向好，公司西藏产能发挥情况良好，盈利依然十分突出。

湖北盈利向好，湖南、海外下半年盈利有望改善：湖北地是公司的大本营市场，上半年价格相对稳定，整体盈利情况向好，优于湖南，湖南由于需求较为一般，集中度相对不高，且容易受江西等地低价水泥冲击，价格年初经历一轮下跌，后在环保督查限产推动下反弹。三季度随着周边市场错峰停产再次启动，有望推动价格上涨，盈利表现将出现改善。海外方面，柬埔寨市场运行良好，塔国一期亚湾继续保持盈利，但二期索格特产线点火后尚未实现盈利，预计下半年盈利将出现好转。

投资建议：维持“买入”评级：公司是两湖地区水泥龙头，同时在西藏地区有产能布局，收购拉法基重点加强的西南市场，目前产能总计接近 9000 万吨，并表效应下销量大增，通过份额提升，同口径下内生预计增长 2%-4%；年初以来水泥价格表现亮眼，云南、西藏地区盈利尤其突出，展望下半年需求端仍有支撑，供给端错峰停产执行带来进一步收缩，水泥价格淡季回落幅度有限，旺季有望进一步上涨，公司盈利趋势有望继续向好；我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.98、1.07、0.81 元，维持“买入”评级。

风险提示：固定资产投资持续下滑，错峰停产不达预期；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	13,271.32	13,525.76	18,961.00	18,972.00	18,492.00
增长率(%)	-17.03%	1.92%	40.18%	0.06%	-2.53%
EBITDA(百万元)	2,486.46	2,882.63	4,162.84	4,261.71	3,725.78
净利润(百万元)	102.76	451.94	1,463.47	1,595.44	1,216.27
增长率(%)	-91.59%	339.82%	223.82%	9.02%	-23.77%
EPS（元/股）	0.069	0.302	0.978	1.066	0.813
市盈率（P/E）	118.78	25.68	11.45	10.51	13.78
市净率（P/B）	1.27	1.16	1.46	1.28	1.17
EV/EBITDA	7.83	6.47	5.33	4.53	4.42

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	10.85 元
前次评级	**买入**
报告日期	2017-07-19

分析师： 邹 戈 S0260512020001
021-60750616
zouge@gf.com.cn

相关研究：

华新水泥（600801.SH）：西南拉法基资产并表，一季度业绩大增 2017-04-27

华新水泥（600801.SH）：盈利持续回暖，Q4 量价齐升业绩大增 2017-03-29

华新水泥（600801.SH）：盈利底部回升，向上弹性大 2016-08-27

联系人： 徐笔龙 021-60750611
xubilong@gf.com.cn

目录索引

剔除拉法基并表影响，预计上半年销量略有增长 4
云南、西藏地区是上半年盈利最大亮点 5
湖北盈利向好，湖南、海外下半年盈利有望改善 6
投资建议：高弹性区域龙头，给予“买入”评级 6
风险提示： 7

图表索引

图 1: 公司目前水泥产能分布情况.....4
图 2: 云南水泥价格（元/吨）.....5
图 3: 西藏地区水泥价格（元/吨）.....5
图 4: 华新水泥（西藏）过去三年盈利水平.....5
图 5: 湖北水泥价格（元/吨）.....6
图 6: 湖南水泥价格（元/吨）.....6

表 1: 华新水泥收购拉法基水泥资产前国内产能分布情况.....4

剔除拉法基并表影响，预计上半年销量略有增长

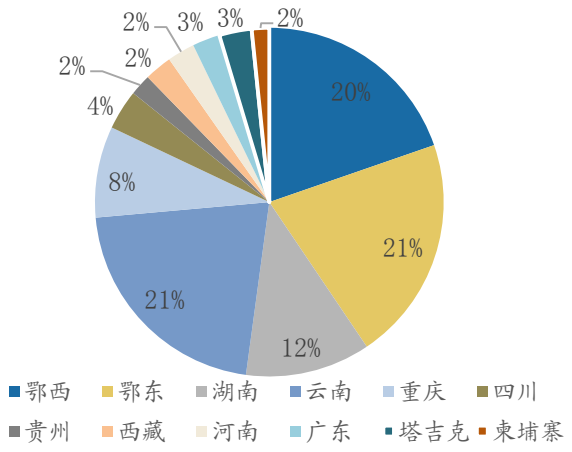
公司目前水泥产能合计约9000万吨（2016年年报披露），主要布局在华中（湖北湖南）和西南（四川重庆云南西藏）地区，其中，湖北是其大本营，湖南是省外重要区域，产能占比较大，而西南地区产能布局方面，自去年收购拉法基在云南、贵州、重庆的水泥资产后，西南地区的熟料产能超过2000万吨，水泥产能超过3000万吨，提升明显，占比接近36%。

表1：华新水泥收购拉法基水泥资产前国内产能分布情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
湖北占比	83.0%	65.0%	58.0%	61.0%	58.0%	57.0%	56.0%	56.0%
河南占比	8.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
湖南占比	0.0%	12.0%	15.0%	12.0%	16.0%	17.0%	19.0%	19.0%
云南占比	7.0%	5.0%	7.0%	10.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
重庆占比	0.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
四川占比	0.0%	6.0%	8.0%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
西藏占比	2.0%	1.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
西南占比	9.2%	17.7%	23.1%	23.1%	22.3%	21.8%	20.5%	20.5%
广东占比							4.0%	4.0%

数据来源：根据年报、收购公告等公司公告整理统计、广发证券发展研究中心

图1：公司目前水泥产能分布情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

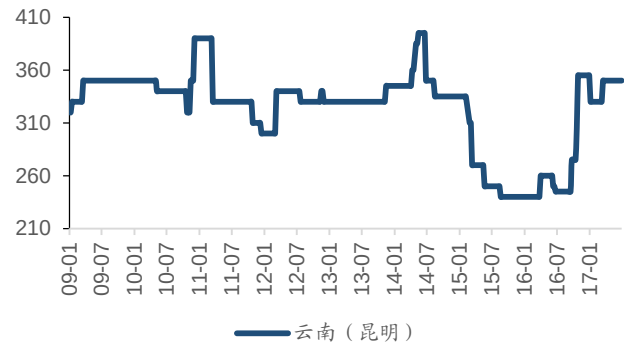
拉法基西南水泥资产并表效应影响，公司今年销量大幅增长，剔除并表效应，预计上半年整体实际销售略有增长，整体需求环境较为平稳，量增长主要来自获得更多市场份额，此外今年6月份雨水天气较少，和同期相比出货量增长明显。

云南、西藏地区是上半年盈利最大亮点

云南是西南五省中产能规模最大的地区，收购拉法基水泥资产后目前水泥产能规模接近1850万吨（结合公司收购公告统计），仅此于湖北省，超过湖南省，成为最重要的省外市场；今年云南也是其中需求情况最好的地区，水泥价格自去年9月以来大幅上涨后，上半年稳定在350元/吨的高位，且云南地区的水泥工厂管理情况较好，期间费用较低，加上拉法基云南工厂过去几年亏损，所得税还可以抵扣，整体来看，云南地区上半年盈利情况十分突出。

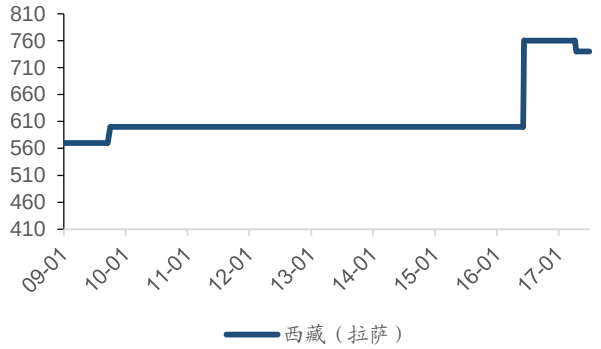
此外，西藏也是今年上半年盈利较好的地区之一。公司在西藏控制有3条熟料产线：华新西藏（公司持股79%，拥有两条产能分别为1000t/d和2000t/d的产线）、日喀则高新雪莲（通过持股比例43%的联营子公司高新集团间接持有85%股权，一条2000t/d的产线），和西藏天路基本瓜分了西藏水泥市场。西藏地区由于区域封闭，外围水泥很难流入，价格走势与全国地区走势相比相对独立，过去水泥价格一直维持在较高水平，而其成本端只比其他地区略高一些（主要是因为煤炭价格较高），得以实现很高的盈利水平。华新西藏过去三年的净利率都在30%左右，今年西藏地区需求向好，产能发挥紧张，去年价格历经一轮提价一度达到760元/吨，目前价格稳定在740元/吨，依然是公司上半年的盈利亮点。

图2：云南水泥价格（元/吨）



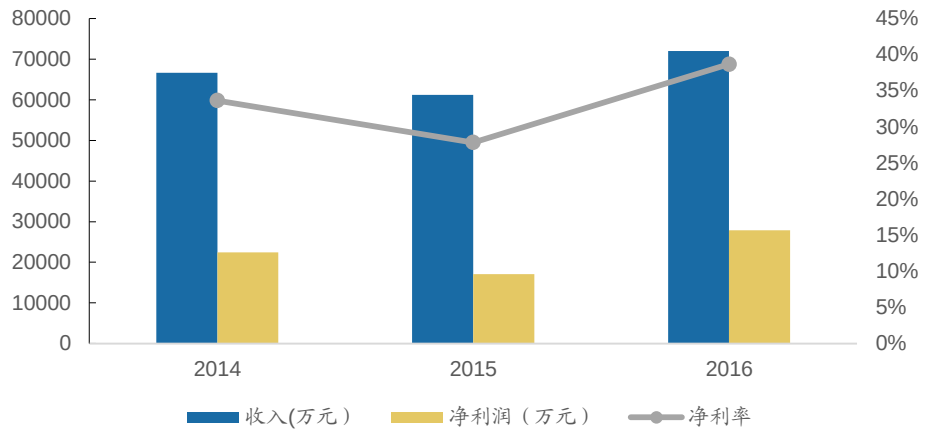
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图3：西藏地区水泥价格（元/吨）



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图4：华新水泥（西藏）过去三年盈利水平



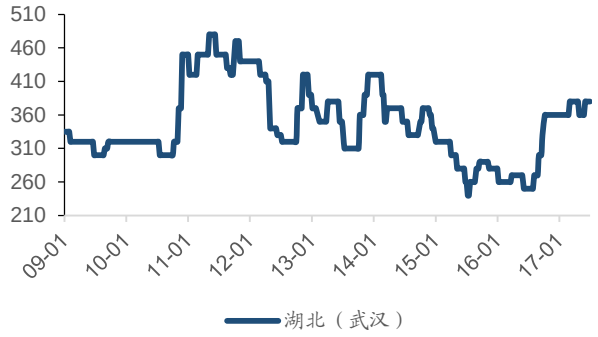
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

湖北盈利向好，湖南、海外下半年盈利有望改善

两湖地区来看，湖北地区是公司的大本营市场，上半年价格相对稳定，整体盈利情况向好，优于湖南，湖南地区由于需求较为一般，集中度相对不高，且容易受江西等地区低价水泥冲击，价格年初经历了一轮下跌，后在环保督查限产推动下反弹。三季度随着周边市场错峰协同停产再次启动，有望继续推动价格上涨，盈利表现将出现改善。

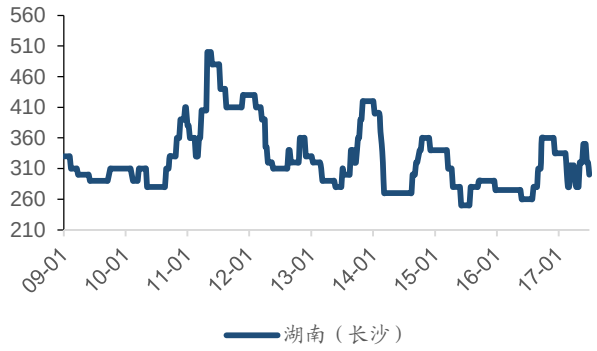
海外市场方面，柬埔寨市场运行良好，塔吉克斯坦一期亚湾继续保持盈利，但二期索格特产线点火后尚未实现盈利，预计下半年盈利将出现好转。

图5：湖北水泥价格（元/吨）



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图6：湖南水泥价格（元/吨）



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

投资建议：维持“买入”评级

公司是两湖地区水泥龙头，同时在西藏地区有产能布局，收购拉法基重点加强的西南市场，目前产能总计接近9000万吨，并表效应下销量大增，通过份额提升，同口径下内生预计增长2%-4%；年初以来水泥价格表现亮眼，云南、西藏地区盈利尤其突出，展望下半年需求端仍有支撑，供给端错峰停产执行带来进一步收缩，水泥价

格淡季回落幅度有限，旺季有望进一步上涨，公司盈利趋势有望继续向好；我们预计公司2017-2019 年EPS 分别为0.98、1.07、0.81元，维持“买入”评级。

表2：盈利预测核心假设

	2016	2017E	2018E	2019E
销量（万吨）	5270	6700	6800	6900
吨收入（元）	257	283	279	268
吨成本（元）	189	196	195	194
吨毛利（元）	67	87	84	74

数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

风险提示：

固定资产投资持续下滑，错峰停产不达预期

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5034	7425	8079	8985	10786
货币资金	2122	3719	3000	4000	5920
应收及预付	1574	1609	2760	2596	2494
存货	1148	1174	1517	1588	1570
其他流动资产	190	922	802	802	802
非流动资产	20452	20002	18851	18077	16968
长期股权投资	321	388	388	388	388
固定资产	14986	15381	14410	13411	12364
在建工程	1888	771	871	1071	971
无形资产	2902	3078	3083	3108	3147
其他长期资产	354	384	99	99	99
资产总计	25487	27427	26929	27062	27754
流动负债	7220	9801	7975	6113	5183
短期借款	1162	904	2795	897	0
应付及预收	4410	4510	5180	5217	5183
其他流动负债	1648	4387	0	0	0
非流动负债	7277	6224	5628	5628	5628
长期借款	2879	3635	3635	3635	3635
应付债券	3832	1993	1993	1993	1993
其他非流动负债	566	597	0	0	0
负债合计	14497	16025	13602	11741	10811
股本	1498	1498	1496	1496	1496
资本公积	2509	2510	2510	2510	2510
留存收益	5608	5985	7448	9044	10260
归属母公司股东权	9615	9992	11454	13050	14266
少数股东权益	1372	1379	1841	2240	2645
负债和股东权益	25487	27427	26929	27062	27754

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13271	13526	18961	18972	18492
营业成本	10132	9971	13132	13260	13386
营业税金及附加	200	208	284	266	277
销售费用	1060	1106	1498	1442	1442
管理费用	916	939	1403	1328	1294
财务费用	674	569	327	321	112
资产减值损失	137	36	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	38	86	27	77	7
营业利润	190	784	2343	2432	1987
营业外收入	190	156	100	100	100
营业外支出	43	132	6	8	8
利润总额	337	807	2437	2524	2079
所得税	111	186	512	530	457
净利润	226	621	1926	1994	1622
少数股东损益	123	169	462	399	405
归属母公司净利润	103	452	1463	1595	1216
EBITDA	2486	2883	4163	4262	3726
EPS（元）	0.07	0.30	0.98	1.07	0.81

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2753	3096	3142	4002	3554
净利润	226	621	1926	1994	1622
折旧摊销	1523	1580	1519	1585	1634
营运资金变动	268	288	-782	130	87
其它	737	607	479	292	211
投资活动现金流	-1719	-2005	-532	-642	-427
资本支出	-1588	-1176	-559	-719	-434
投资变动	-125	-871	27	77	7
其他	-6	42	0	0	0
筹资活动现金流	-1768	688	-3330	-2359	-1207
银行借款	2713	3286	1891	-1898	-897
债券融资	-3507	-2025	-4693	0	0
股权融资	16	2	0	0	0
其他	-990	-575	-528	-461	-310
现金净增加额	-734	1780	-719	1000	1920
期初现金余额	2684	2122	3719	3000	4000
期末现金余额	1950	3902	3000	4000	5920

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-17.0	1.9	40.2	0.1	-2.5
营业利润增长	-88.8	313.2	199.0	3.8	-18.3
归属母公司净利润增长	-91.6	339.8	223.8	9.0	-23.8
获利能力（%）					
毛利率	23.7	26.3	30.7	30.1	27.6
净利率	1.7	4.6	10.2	10.5	8.8
ROE	1.1	4.5	12.8	12.2	8.5
ROIC	3.6	5.8	12.0	12.8	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	56.9	58.4	50.5	43.4	39.0
净负债比率	0.7	0.5	0.3	0.1	-0.1
流动比率	0.70	0.76	1.01	1.47	2.08
速动比率	0.53	0.63	0.81	1.19	1.76
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.51	0.70	0.70	0.67
应收账款周转率	17.72	22.71	18.25	18.25	18.25
存货周转率	8.36	8.59	8.96	8.63	8.72
每股指标（元）					
每股收益	0.07	0.30	0.98	1.07	0.81
每股经营现金流	1.84	2.07	2.10	2.67	2.37
每股净资产	6.42	6.67	7.65	8.72	9.53
估值比率					
P/E	118.8	25.7	11.5	10.5	13.8
P/B	1.3	1.2	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.8	6.5	5.3	4.5	4.4

广发建材行业研究小组

邹　戈：　首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。
谢　璐：　分析师，南开大学经济学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。
徐笔龙：　研究助理，南京大学管理学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
赵勇臻：　研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。